

**Wir investieren in Gewinner.** Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

### Commerzbank AG

Die Grundlage für die seit Jahren andauernde Krise der Commerzbank wurde mit der Übernahme des Staats- und Immobilienfinanzierers Eurohypo (2005) und der Fusion mit der Dresdner Bank (2008) gelegt. Die Commerzbank verdoppelte ihre Bilanzsumme auf mehr als 800 Mrd. Euro. Das dünne Kapitalpolster konnte die seither anfallenden Verluste nicht absorbieren. Der deutsche Staat stabilisierte die Bank mit einer stillen Einlage von 16 Mrd. Euro und der Übernahme eines Anteils von 25% des Grundkapitals.

In den fünf Jahren zwischen 2008 und 2012 vervielfachte die Commerzbank ihre Anzahl ausstehender Aktien von 657 auf 5.830 Mio. Anteile. Rund 17 Mrd. Euro wurden mit elf Kapitalerhöhungen eingeworben. Mit jeder Platzierung brach der Börsenkurs weiter ein. Die erste Kapitalerhöhung wurde zu 17,00 Euro, die elfte zu 1,36 Euro je Aktie durchgeführt. Zum vorerst letzten Schlag holte die Bank in den vergangenen Wochen aus. Zunächst wurde eine Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien im Verhältnis 10:1 durchgeführt. Dadurch sank die Zahl der ausgegebenen Aktien auf 583 Mio. Stücke. Im Anschluss erfolgte eine weitere Kapitalerhöhung im Verhältnis 21:20 zur kompletten und vorzeitigen Rückzahlung der stillen Einlagen des deutschen Staates (1,60 Mrd.) sowie der Allianz (0,75 Mrd.). Die starke Verwässerung ging mit einem sehr niedrigen Bezugskurs von

4,50 Euro je Aktie einher. Dieser implizierte einen Abschlag von 55% auf den Kurs der Altaktie im Zeitpunkt der Ankündigung des Bezugspreises am 14. Mai 2013. Gleichzeitig veräußerte der deutsche Staat mit Beginn der Bezugsfrist Aktien im Wert von 625 Mio. Euro, um unter vollständiger Ausübung seiner Bezugsrechte die Erhöhung des Grundkapitals ohne zusätzlichen Kapitaleinschuss begleiten zu können. Der Preis sollte mit einem Abschlag zum rechnerischen Kurs ex Bezugsrecht (TERP) versehen sein. Das weckte unser Interesse für eine kurzfristige Transaktion. Wir versuchten, an der Platzierung teilzuhaben. Jedoch lag der Kaufpreis sogar leicht über dem rechnerischen Kurs ex Bezugsrecht. 90 Mio. Aktien wurden zu einem Kurs von 7,00 Euro je Aktie platziert. Wir verpassten den Einstieg, der Kurs sprang auf 8,50 Euro.

Am letzten Tag der Kapitalerhöhungsfrist eröffnete sich uns dank eines final einsetzenden Abgabedrucks eine zweite Chance zum Einstieg. Wir erwarben über den Kauf von Bezugsrechten knapp 1 Mio. Aktien zum Preis von je 7,47 Euro. Zu diesem Zeitpunkt lag die Börsenkapitalisierung der Commerzbank bei etwa 8,5 Mrd. Euro, entsprechend rund 32% ihres bilanziellen Eigenkapitals und 21% ihrer bilanziellen Eigenmittel nach Durchführung der Kapitalerhöhung. Unmittelbar nach Handelsaufnahme der neuen Aktien konnten wir unsere Aktien zum Stückpreis von 8,01 Euro veräußern. Wir profitierten vom Ausverkauf der Bezugsrechte und erzielten innerhalb von vier Börsentagen einen Gewinn von gut 7%.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky